

公司调研点评

中国核电 (601985)

公用事业 | 电力

折旧调整增厚账面利润, 三门2号机组复运可期

2019年11月04日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 维持

合理区间 **5.92-6.66元**

交易数据

当前价格(元)	5.08
52周价格区间(元)	5.00-6.73
总市值(百万)	79072.38
流通市值(百万)	79072.38
总股本(万股)	1556543.00
流通股(万股)	1556543.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
中国核电	-3.97	-9.45	-6.77
电力	-0.48	-3.17	10.67

黄红卫

分析师

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

0731-89955704

相关报告

1 《中国核电: 中国核电(601985)公司点评: 新机组商运助力发电量提升, 费用增长拖累业绩》 2019-04-29

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(亿元)	335.90	393.05	471.70	535.38	575.54
净利润(亿元)	44.98	47.37	45.75	57.80	66.39
每股收益(元)	0.29	0.30	0.29	0.37	0.43
每股净资产(元)	2.79	2.98	3.16	3.39	3.65
P/E	20.35	19.32	20.00	15.84	13.79
P/B	2.11	1.97	1.86	1.74	1.61

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- **在建核电装机在2020年-2021年进入密集投产期:**截至2019年Q3底, 公司投入商运的核电机组共21台, 控股总装机容量达到1909.2万千瓦, 权益在役核电装机容量达到1018.96万千瓦。在建核电装机方面, 福清核电三期5号、6号机组及江苏核电扩建项目5号、6号机组预计分别将于2020年、2021年投入商业运营。这四台机组投运后, 控股核电装机容量将达2362.8万千瓦(增长23.76%), 权益核电装机容量将达1248.05万千瓦(增长22.48%)。另外, 2019年10月, 国家核安全局为中国核电旗下福建漳州核电厂1、2号机组颁发了建造许可证, 预计漳州核电1/2号机组投产时间为2024年-2025年。
- **三门2号机组完成新设备回转, 后续复运可期:**三门核电2号机组在2018年11月5日投入商运, 由于三门核电2号机组因设备缺陷停机检修, 2019年H1三门核电净利润为-4.68亿元。2019年前三季度, 三门核电2号机组一直处于小修状态, 损失发电量约79.21亿千瓦时。目前, 公司已按照既定程序开展新设备回装工作, 并严格按照国家监管安全要求开展后续复运工作。随着三门核电2号机组重新发电, 预计将推动2020年业绩回暖。
- **重新调整折旧政策, 增厚公司账面利润:**鉴于公司三代核电(设计寿命60年)开始投入商运以及二代核电(设计寿命40年)已经过较长时间运行, 经对不同机组类型核电固定资产实际使用情况的评估, 中国核电对各下属单位不同机组类型、不同类别固定资产的折旧年限等会计估计进行优化变更, 根据折旧政策调增公司2019年1-9月净利润3.6亿元。根据此前中国核电在上证e互动上回复, 调整之前, 二代核电机组的综合折旧率为4.4%, 平均折旧年限为22.73年。本次公司调整折旧方法后, 预计二代核电机组的综合折旧率降低至4%左右。
- **投资建议:**预计2019-2021年分别实现净利润45.8/57.8/66.4亿元, EPS分别为0.29/0.37/0.43元, PE分别为20.0/15.8/13.8X。核电重启落地后, 核电将进入大规模建设期, 保障公司未来业绩, 给予16-18X估值, 2020年股价合理区间在5.92元-6.66元, 维持【谨慎推荐】评级。
- **风险提示:**在建工程进度及三门2号复运不及预期; 核电安全性风险。

1、公司简介：国内核电运营的龙头之一，在建核电装机释放在即

国内核电运营的龙头之一：中国核电主要业务为核电项目的开发、投资、建设、运营与管理，控股股东为中国三大核电集团的中国核工业集团有限公司（2019年Q3底持股69.5%），实际控制人为国务院国资委。截至2019年Q3底，公司投入商业运行的核电机组共21台，均为控股机组，控股总装机容量达到1909.2万千瓦，其中权益在役核电装机容量达到1018.96万千瓦。

表1：中国核电已投入商业运行的核电机组基本情况（截至2019年Q3底）

核电站机组名称	投产时间	可控装机容量（万千瓦）	权益装机容量（万千瓦）	股权结构	备注
泰山一期	1994年	31.00	22.32	中国核电72%、浙能电力股份有限公司28%	控股
泰山二期1号机组	2002年	65.00	32.50	中国核电50%、浙能电力股份有限公司20%、中能股份有限公司12%、江苏省国信资产管理集团有限公司10%、上海禾曦能源投资有限公司6%、皖能股份2%	控股
泰山二期2号机组	2004年	65.00	32.50		
泰山二期3号机组	2010年	66.00	33.00		
泰山二期4号机组	2011年	66.00	33.00		
泰山三期1号机组	2002年	72.80	37.13	中国核电51%、上海禾曦能源投资有限公司20%、浙能股份10%、中能股份有限公司10%、江苏新能源9%	控股
泰山三期2号机组	2003年	72.80	37.13		
江苏核电1号机组	2007年	106.00	53.00	中国核电50%、上海禾曦能源投资有限公司30%、江苏省国信资产管理集团有限公司20%	控股
江苏核电2号机组	2007年	106.00	53.00		
江苏核电3号机组	2018年2月	112.6	56.3		
江苏核电4号机组	2018年12月	112.6	56.3		
方家山1号机组	2014年	108.90	78.41	中国核电72%、浙能电力股份有限公司28%	控股
方家山2号机组	2015年	108.90	78.41		
福清1号机组	2014年	108.90	55.54	中国核电51%，华电福新能源股份有限公司39%，福建省投资开发集团有限责任公司10%	控股
福清2号机组	2015年	108.90	55.54		
福清3号机组	2016年	108.9	55.54		
福清4号机组	2017年	108.9	55.54		
海南昌江1号机组	2015年	65.00	33.15	中国核电51%，华能国际电力股份有限公司30%，华能核电开发有限公司19%	控股
海南昌江2号机组	2016年	65.00	33.15		
浙江三门1号机组	2018年9月	125	63.75	中国核电持股51%	控股
浙江三门2号机组	2018年11月	125	63.75		
合计		1909.2	1018.96		

资料来源：公司公告，财富证券

在建核电装机在 2020 年左右进入密集投产期：在建核电装机方面，福清核电三期 5 号、6 号机组（华龙一号示范工程），及江苏核电扩建项目 5 号、6 号机组预计将于 2020 年、2021 年投入商业运营。这四台机组投运后，控股核电装机容量将达 2362.8 万千瓦（较 2019 年 Q3 底装机的增幅为 23.76%），权益核电装机容量将达 1248.05 万千瓦（较 2019 年 Q3 底装机的增幅为 22.48%）。另外，2019 年 10 月，国家核安全局为中国核电旗下福建漳州核电厂 1、2 号机组颁发了建造许可证，预计漳州核电 1/2 号机组投产时间为 2024 年-2025 年。

表 2：中国核电的在建核电机组基本情况（截止 2019 年 H1 底）

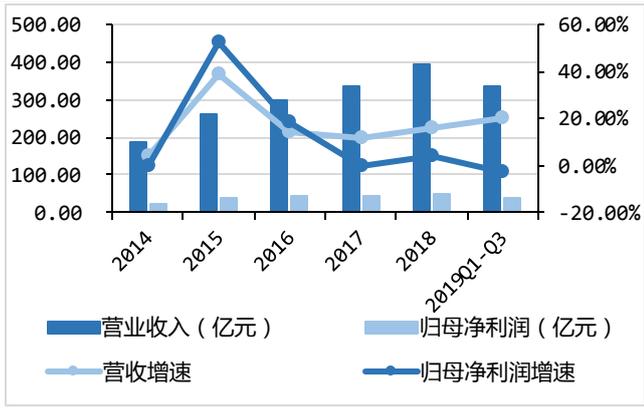
核电站机组名称	装机容量（万千瓦）	预计总投资（亿）	截止 2019 年 H1 底投资（亿）	工程进度（%）	国家发改委核准时间及批文号	持股比例	首台机组开工时间	计划投入商运时间
福清核电三期 5 号、6 号机组	2×115	389.55	219.89	56.43	2015 年 4 月发改能源（2015）878 号	51%	2015 年 5 月	2020 年
江苏核电扩建项目 5 号、6 号机组	2×111.8	303.86	182.72	58.00	2015 年 4 月发改能源（2015）3029 号	50%	2015 年 12 月	2020 年
合计	453.6	655.03	402.61	—				

资料来源：中国核工业集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）募集说明书及 2019 年半年报，财富证券

新机组投产驱动核电发电营收增长，三门 2 号机组小修拖累净利润：2019 年 Q1-Q3，公司累计商运发电量 1012.06 亿千瓦时（同比+19.14%），主要系核电新装机投产所致：1）三门核电 1、2 号机组分别于 2018 年 9 月和 11 月投入商运；2）田湾 3、4 号机组分别于 2018 年 2 月和 12 月投入商运。

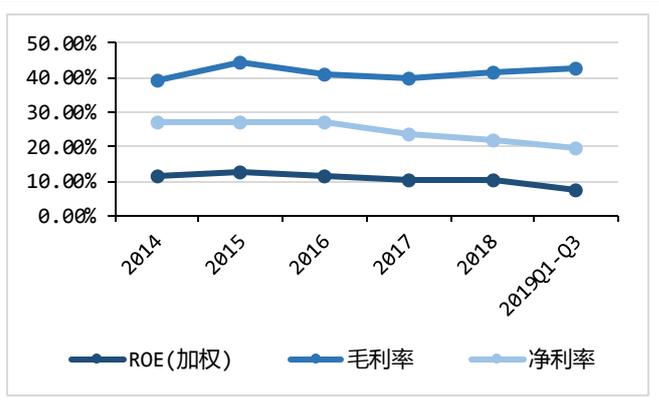
2019 年 Q1-Q3，公司实现营业收入 338.86 亿元（同比+20.35%），实现归母净利润 36.84 亿元（同比-3.05%），归母净利润增速不及营收增速主要系：1）三门 2 号机组于 2018 年 11 月投入商运。2019 年 Q1-Q3，三门 2 号机组因设备缺陷进行小修，未有发电收入，但与 2 号机组相关的折旧、管理费用、财务费用等仍需计入当期损益影响；2）市场化电量增加以及福建地区电网调峰致部分机组降功率较多影响；3）部分机组增值税返还降档影响。

图 1：2014-2019 年 Q1-Q3，中国核电的营收及净利润



资料来源：Wind 资讯，财富证券

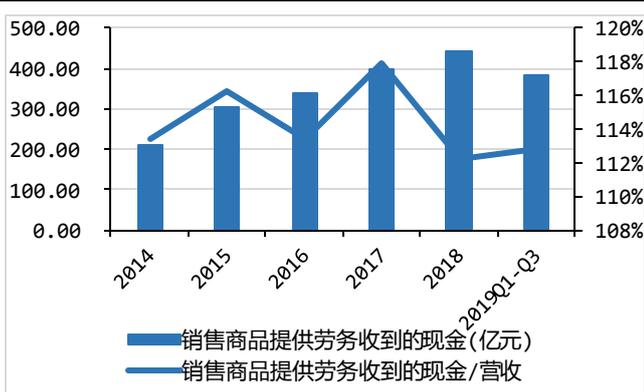
图 2：2014-2019 年 Q1-Q3，中国核电的盈利能力走势



资料来源：Wind 资讯，财富证券

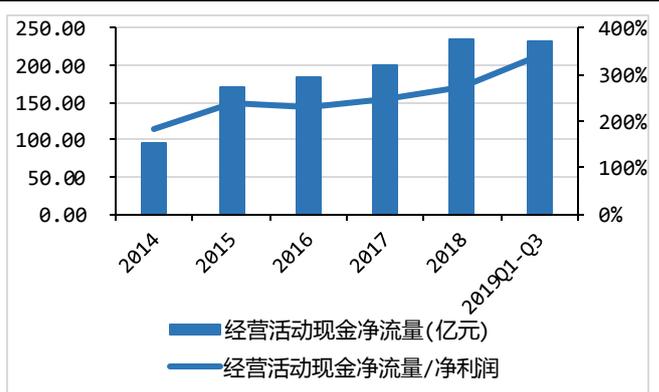
充沛现金流保障未来核电机组建设：核电机组固定资产折旧占比高，核电站进入运营阶段后，现金流较为充沛。2019 年 Q1-Q3，中国核电销售商品提供劳务收到的现金 382.34 亿元（占同期营收比例为 112.83%），经营活动现金净流量为 231.43 亿元（占同期净利润的比例为 343.83%）。经营现金流充沛可保障未来核电机组的建设。

图 3：2014-2019 年 Q1-Q3，中国核电销售商品提供劳务收到的现金（亿元）



资料来源：Wind 资讯，财富证券

图 4：2014-2019 年 Q1-Q3，中国核电经营活动现金净流量（亿元）



资料来源：Wind 资讯，财富证券

2、三门 2 号机组完成新设备回转，后续复运可期

三门核电 2 号机组在 2018 年 11 月 5 日投入商运，由于三门核电 2 号机组因设备缺陷停机检修，未有发电收入，但折旧、管理费用、财务费用均计入当期，2019 年 H1 三门核电净利润为 -4.68 亿元。2019 年前三季度，三门核电 2 号机组一直处于小修状态，按 1 号机组同比计算，2 号机组小修共损失发电量约 79.21 亿千瓦时。公司在 2019 年季报中披露，目前已按照既定程序开展新设备回装工作，并严格按照国家监管安全要求开展后续复运工作。随着三门核电 2 号机组重新发电，预计将推动 2020 年业绩回暖

3、重新调整折旧政策，增厚公司账面利润

鉴于公司三代核电（设计寿期 60 年）开始投入商运以及二代核电（设计寿期 40 年）已经过较长时间运行，经对不同机组类型核电固定资产实际使用情况的评估，对照国家

《核电厂建设项目经济评价方法》，中国核电对各下属单位不同机组类型、不同类别固定资产的折旧年限等会计估计进行优化变更，会计估计变更自 2019 年 7 月 1 日起施行，根据折旧政策调增公司 2019 年 1-9 月净利润 3.6 亿元（年化后，对应折旧变更将调整 2019 年净利润 4.8 亿元）。根据此前中国核电在上证 e 互动上回复，调整之前，二代核电机组的综合折旧率为 4.4%，平均折旧年限为 22.73 年。本次公司调整折旧方法后，预计二代核电机组的综合折旧率降低至 4% 左右。

4、投资建议

预计 2019-2021 年分别实现净利润 45.8/57.8/66.4 亿元，EPS 分别为 0.29/0.37/0.43 元，PE 分别为 20.0/15.8/13.8X。核电重启落地后，核电将进入大规模建设期，保障公司未来业绩，给予 16-18X 估值，2020 年股价合理区间在 5.92 元-6.66 元，维持【谨慎推荐】评级。

5、风险提示

在建工程进度及三门 2 号复运不及预期；核电安全性风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438